

# Design des levées de fonds pour la firme entrepreneuriale : Quand le crowdfunding co-investit avec les business angels.

Véronique BESSIERE et Eric STEPHANY

IAE - MRM - LABEX Entreprendre  
Université de Montpellier

Le *crowdfunding* (CF) connaît un succès croissant. En France, les chiffres publiés par l'Association de Financement Participatif France<sup>1</sup> témoignent de ce succès. Par exemple, plus de 1,75 millions d'internautes ont participé à une opération de CF depuis la création des plateformes. On peut définir le *crowdfunding* comme « *an open call, essentially through internet, for the provision of financial resources either in form of donation or in exchange for some form of reward and /or voting rights in order to support initiatives for specific purposes* » (Schwienbacher et Larralde, (2010)). Ainsi, si l'idée de faire financer un projet par la foule n'est pas nouvelle en soi, le développement de plateformes de négociation, l'intégration des techniques de communication liées au web 2.0 et le développement du *crowdsourcing* tendent à donner à ce mode de financement une nouvelle dynamique.

Le cadre légal mis en place en France le 1<sup>er</sup> octobre 2014 a permis de proposer une première structuration d'une offre de financement en CF qui se caractérise notamment par la pluralité des types de CF. En effet, le CF se décline autour de quatre modèles de financement associés chacun à un mode de rémunération spécifique : le don sans contrepartie (ou *donation-based*), le don contre récompense (*reward-based*), le *peer-to-peer lending* et l'*equity crowdfunding*.

Les premiers travaux sur le *crowdfunding* s'inscrivent dans des logiques exploratoires et demeurent descriptifs compte tenu de la diversité des pratiques et de leurs caractères émergents. La compréhension du CF est d'autant plus complexe que l'écosystème de ce mode de financement est loin d'être figé (développement du nombre des plateformes de financement, nombre croissant de financeurs, diversité des modèles économiques,...). De plus, comme le soulignent Agrawal et al. (2011), la compréhension du CF s'inscrit dans une démarche de recherche transversale mobilisant des champs comme la psychologie, les systèmes d'information, le e-marketing, ...

---

<sup>1</sup> [www.financeparticipative.org](http://www.financeparticipative.org)

Notre recherche se positionne sur l'*equitycrowdfunding* (ECF). Ahlers *et al.* (2015) en proposent la définition suivante : « *a method of financing whereby an entrepreneur sells equity or equity-like shares in a company to a group of (small) investors through an open call for funding on Internet-based platforms* ». A côté des acteurs classiques, comme le love money, les business angels (BA) et les venture capitalists (VC), le CF est un nouvel acteur du *seed capital* (dont la finalité est de financer les premières étapes d'un projet entrepreneurial). Même si aujourd'hui, les montants levés par l'*equitycrowdfunding* sont encore faibles par rapport aux autres apporteurs de ressources, son développement est particulièrement significatif.

Les études menées tendent à montrer une nouvelle structuration de l'offre de financement en *seed capital*. Ainsi, les start-ups peuvent appréhender une première validation de leur projet par la mise en place d'une opération de *reward-based crowdfunding*. La réussite de l'opération peut être un premier signal significatif sur le projet entrepreneurial émergent. Dans un second temps, ces mêmes entreprises peuvent venir chercher une nouvelle forme de légitimité via le recours aux plateformes d'*equitycrowdfunding*. En échange des fonds investis, les *crowders*<sup>2</sup> reçoivent des actions de l'entreprise. Cette intégration du CF aux tours de financements peut aussi se faire en co-investissement avec les BA. Ces nouvelles structurations des financements modifient les procédures de pilotage et de gouvernance des start-ups principalement par l'apport de ressources cognitives complémentaires.

A partir d'une étude de cas, nous allons montrer comment grâce au recours aux différentes formes de *crowdfunding* et à une opération de co-investissement BA-CF la start-up peut bénéficier de ressources cognitives – au delà des seules ressources financières – qui lui permettent de solutionner les problématiques liées à la mise en oeuvre de son projet entrepreneurial.

## **1. Evolutions de l'écosystème du *seed capital***

*Business angels* et plateformes d'ECF ont pour point commun d'intervenir sur la même phase de financement : le *seed capital*. C'est une des étapes en amont du cycle de financement des entreprises dans laquelle des projets innovants émergent sans pour autant avoir été validés commercialement. Pour Cumming (2007), cette étape est marquée par des niveaux importants d'asymétrie d'information et de risques, une forte probabilité d'échec et un faible degré de liquidité des titres. Mollick (2014) considère que le *crowdfunding* est une source de financement spécifique en *seed capital*. Il justifie son analyse par trois points :

- alors que le capital-risque s'inscrit dans une logique oligopolistique, le *crowdfunding* s'inscrit dans une démarche démocratique<sup>3</sup>,
- si le capital-risque propose une démarche de financement « structurée voire institutionnalisée », les plateformes de *crowdfunding* sont moins organisées,
- le *crowdfunding* ne s'inscrit pas dans une logique territoriale voire régionale. Il est décloisonné et ouvert à tous les internautes.

---

<sup>2</sup> Le terme de *crowder* ou *crowdfunder* désigne l'investisseur sur une plateforme de CF.

<sup>3</sup> Mollick souligne que plus de 2 millions d'internautes participent aux financements des projets proposés par la plateforme Kickstarter. Notons qu'en mars 2016, ce chiffre s'établit à 10 millions (total des sponsors sur la plateforme depuis sa création en 2009).

## 1.1. Les acteurs

Trois acteurs jouent un rôle central dans le seed capital : le *love money*, les *business angels* et le *crowdfunding*.

Le *love money* est généralement la première source de financement utilisée par les start-ups dans les toutes premières étapes, souvent bien en amont des autres acteurs. Il regroupe les ressources qu'apportent la famille, les amis, les proches. La décision d'investissement se fait sans qu'aucune procédure de sélection soit mobilisée. Elle se fonde principalement sur une logique affective liée à une volonté d'implication dans le projet d'un proche. On peut considérer que la capacité de l'entrepreneur à mobiliser son réseau de proches est un premier signal sur son potentiel à attirer des ressources.

Le *business angel* peut se définir comme<sup>4</sup> une personne physique qui investit une partie de son patrimoine personnel directement dans une entreprise souvent en phase d'amorçage. Elle met fréquemment à la disposition de l'entreprise ses compétences, son expérience et son réseau personnel. Chaque BA gère un portefeuille de participations plus ou moins important. Les travaux de recherches sur les BA sont particulièrement importants et diversifiés afin d'analyser des pratiques de financement relativement hétérogènes et fortement ancrées dans des cultures territoriales et entrepreneuriales différenciées.

Depuis quelques années, le CF est en train d'émerger comme une source de financement alternative. Au départ, centré sur des projets artistiques principalement musicaux ou cinématographiques (Agrawal et al. (2013)), il répond aujourd'hui aux problématiques de financement de nombreux projets appartenant à de multiples secteurs d'activité. Zhang et Wong (2008) montrent que le CF permet ainsi de contourner la défaillance du marché en apportant une réponse aux besoins financiers des jeunes entreprises innovantes.

Le CF s'entend aussi comme une forme de *crowdsourcing* puisque l'entrepreneur peut mobiliser une foule pour solutionner des problématiques liées au lancement ou à l'opérationnalisation de son projet. Dans cette logique, Voorbrack (2011, page 1) définit le CF comme « *The process of one party requesting and receiving money and other resources from many individuals for financing project, in exchange for monetary or non-monetary return on investment* ».

Financer un projet par une foule d'internautes est aujourd'hui reconnu comme une alternative crédible à coté des autres modes de financement conventionnel (comme le *love money*, les *business angels*, ou les fonds de capital-risque). Cette institutionnalisation est actée par un cadre légal, un nombre croissant de plateformes, d'internautes participants aux opérations de financement, et une croissance exponentielle des fonds levés.

De plus, le CF tend à devenir un axe majeur de recherches en finance entrepreneuriale comme le souligne Macht et Weathertston (2015), Moritz et Block (2015) ou Bouncken

---

<sup>4</sup> Définition s'inspirant des travaux de Morissette 2007 et Van Osnabrugge et Robinson 2000.

et al. (2015) qui proposent trois états de l'art récents sur les recherches en CF. « *The current literature, reflecting the new and exploratory nature of the field,....,has created a body of literature which contains knowledge relating to the actors in crowdfunding (the entrepreneur, the crowdfunders and the crowdfunding platform) but without clear delineation or demarcation toward what is known for each of them* », Macht et Weatherston (2015, page 192).

Plusieurs modèles de CF existent et diffèrent selon la nature des ressources et le mode de rémunération (matérielle ou immatérielle). Par exemple, une rémunération matérielle peut prendre la forme d'une compensation monétaire ou d'un produit ou service. De manière classique, quatre modèles de CF coexistent : le don, le don contre récompense (*reward-based CF*), le prêt et le financement par fonds propres (Bessière et Stéphany (2014b)). L'ensemble des observations menées sur nos terrains d'études montre que pour le financement des start-ups, deux modèles peuvent être mobilisés : le don contre récompense et *l'equitycrowdfunding* (ci-après ECF). Le *reward-based* est généralement mobilisé pour les étapes très en amont pour financer le passage de l'idée au projet (par exemple, le prototype du projet ou certaines étapes de faisabilité du projet). Dans un second temps, *l'equitycrowdfunding* prend généralement le relais pour apporter les ressources financières et cognitives pour assurer le développement du projet (poursuite de la R&D, phase de production, phase de commercialisation).

## **1.2. ECF et business angels : points de convergence et de divergence**

ECF et BA apportent des ressources nécessaires à la mise en oeuvre d'un projet entrepreneurial. Ces ressources sont financières mais surtout cognitives. Si certains auteurs n'hésitent pas à considérer l'ECF comme une forme de BA, Hornuf et Schweinbacher (2014) ou Wilson et Testoni (2014) parlent plutôt d'une complémentarité entre les deux modes de financement. Les apports de ces deux acteurs peuvent être regroupés dans le tableau 1.

Tableau N° 1 : Apports des acteurs dans leurs démarches de financement

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Apports des business angels</b>                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Surmonter les difficultés de financement par l'apport de ressources financières.<br>S'impliquer auprès de l'entrepreneur dans l'opérationnalisation du projet entrepreneurial.<br>Mettre à disposition de l'entrepreneur leurs réseaux.<br>Faciliter l'obtention de financements complémentaires. |
| <b>Apports de l'equitycrowdfunding</b>                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Notoriété & médiatisation via les réseaux sociaux.<br>Développement d'un affect vis à vis de la start-up.<br>Apports de ressources financières et cognitives.<br>Interactions <i>crowders</i> et dirigeants.                                                                                      |

Outre les apports spécifiques de chacun des deux acteurs, plusieurs points communs peuvent être mis en avant dans le processus d'investissement. Ils fondent leur investissement dans une logique altruiste, sociétale et non strictement financière (Cholakova et Clarysse (2015)). En effet, BA et ECF acceptent d'investir leur épargne dans des projets de financements avec un risque plus élevé ou un rendement plus

faible : leurs interventions se situent dans les étapes les plus risquées du processus de développement de l'entreprise.

Les différences entre les deux acteurs demeurent importantes. Si le BA entre directement dans le capital de la start-up, l'entrée des *crowders* se fait via un processus d'intermédiation à travers une plateforme. Comme le souligne Dardour (2015, page 49), « l'existence du CF s'explique essentiellement par les asymétries d'information et les coûts élevés de transaction liés à l'échange direct sur le marché ». Ainsi un intermédiaire comme la plateforme de CF peut se justifier par sa capacité à produire des informations ou des signaux sur la qualité des projets en situation d'asymétrie d'information. Il reste à appréhender si le modèle économique sur lequel est fondé la plateforme dégage suffisamment de ressources (humaines ou cognitives) à même d'assurer le pilotage de la participation dans le capital de la start-up.

Ces deux modalités diffèrent aussi en termes de communication. Si l'action des BA est plutôt confidentielle, l'appel au CF s'inscrit dans une démarche délibérée de communication fondée sur la viralité de l'information. La stratégie de communication sera également fonction du degré de confidentialité nécessaire à la mise en place du projet. Ainsi, les projets financés en CF sont caractérisés par une lisibilité marché, de manière à ce que chaque membre de la foule puisse s'appropriier les informations clés du projet.

Ces points sont centraux dans l'analyse du processus d'investissement de ces deux acteurs. Le tableau 2 présente les principales actions menées par les deux acteurs dans la pratique de financement.

Tableau N° 2 : Etapes du processus d'investissement

|                                       | <b>Business Angels</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | <b>Equitycrowdfunding</b>                                                                                                                                                                                                                      |
|---------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Situation de sélection adverse</b> | La sélection et les <i>due diligences</i> sont menées par le BA.                                                                                                                                                                                                                                                        | La sélection est faite par la plateforme. Un vote peut être demandé par la plateforme aux membres de la foule <sup>5</sup> . Si la mobilisation de la foule est suffisante, la plateforme mène les <i>due diligences</i> et évalue les titres. |
| <b>Situation de risque moral</b>      | Résulte des <i>due diligence</i> , le BA fixe le % du capital et la valorisation du ticket d'entrée dans le capital. Il choisit le type de support. Le BA peut mobiliser des actions préférentielles. Le contrat de financement est « sur mesure » en fonction des risques évalués (risques d'affaires, managerial...). | L'entreprise fixe ses conditions en termes de % et la valeur des actions. Généralement, le ticket est d'un montant faible pour attirer un nombre important de <i>crowders</i> . Le contrat de financement est standardisé : actions simples.   |

En ce qui concerne le suivi de la participation, il est fixé par le pacte d'actionnaire pour le BA. Pour l'ECF, tout sera fonction du modèle choisi par la plateforme. On distingue

<sup>5</sup> En particulier sur la plateforme WiSeed. Le vote est fonction des informations diffusées, qui à ce stade préliminaire sont centrées sur le *business model* principalement sur l'interface produit/marché.

soit le modèle du club ou le modèle de la holding (Bessière et Stéphany (2015a)). Dans le premier cas, les *crowders* entrent directement dans le capital de la start-up en proportion des capitaux amenées. Dans le second, l'ensemble des apports est regroupé dans une société holding pilotée par la plateforme. Il est évident que le choix entre ces deux modèles impacte le design du modèle de gouvernance mis en place.

Une autre différence vient des motivations qui fondent l'action de ces deux acteurs. Pour les *business angels*, une certaine proximité culturelle cognitive et géographique avec le porteur de projet (Certhoux et Rédis (2015)) est un facteur central dans la prise de décision de financement. De plus, ces derniers préfèrent investir dans un secteur qu'ils connaissent (Van Osnabrugge 1998). Cet effet d'expérience du BA diffère avec l'hétérogénéité des expériences des membres d'une foule. L'efficacité d'un financement par ECF vient aussi de la connaissance par la plateforme de la composition de la foule. La présence d'experts<sup>6</sup> peut être un signal de qualité pour les membres de la foule mais aussi pour les entreprises à financer.

L'ECF décontextualise la prise de décision de la logique territoriale et centre la prise de décision sur le projet et sa lisibilité sociétale et économique. Ley et Weaven (2011) soulignent le caractère partiel de l'information détenue par le *crowder* dans sa prise de décision d'investissement dans un projet innovant. Même si la motivation de la foule s'inscrit dans une volonté d'engagement et d'implication affective dans un projet, ces auteurs regrettent que chaque *crowder* ne réalise pas une évaluation plus poussée des projets proposés au financement.

Enfin, la comparaison des deux acteurs sur un dernier point, celui des modes de sorties, reste encore difficile à mener. L'ECF est trop récent pour en analyser les reventes de titres, ces dernières sont encore rares. L'expérience des BA est particulièrement significative dans l'organisation des sorties du capital via le montage de tours de financement.

### **1.3. Spécificités du modèle de gouvernance.**

Les acteurs du seed capital mettent en place un *design* de gouvernance de l'entreprise utilisant à la fois des leviers disciplinaires mais aussi des leviers cognitifs de manière à chercher, d'une part, à minimiser les risques de conflits (cognitifs ou d'agence) et d'autre part, assurer une création de valeur par la réussite du projet entrepreneurial.

Le caractère polymorphique du risque, l'incertitude sur l'évolution du projet, la diversité des situations d'asymétrie d'information contextualisent le modèle de gouvernance mis en place dès les premiers tours de table. De plus, le faible degré de liquidité des titres limite l'intérêt et la praticabilité de certains leviers de gouvernance.

---

<sup>6</sup> Dans le cadre du *crowdfunding*, nous définissons les experts comme des membres de la foule qui disposent d'une compétence particulière dans le projet financé. Cette compétence peut être technologique ou de marché, ou encore liée à une expérience professionnelle dans le secteur. Par leurs échanges sur la plateforme d'ECF, les experts sont identifiés comme tels. Ils peuvent aussi être signalés par la plateforme.

Les travaux de Wirtz (2008, 2011) et Bonnet et Wirtz (2011) ont montré le design spécifique des mécanismes de gouvernance dans une start-up dont l'une des caractéristiques est le faible impact des leviers disciplinaires. Par exemple, le pourcentage du capital détenu par le dirigeant de la start-up limite l'impact des mécanismes de gouvernance disciplinaire à la différence d'une firme managériale. La firme entrepreneuriale s'entend alors comme un répertoire de connaissances mobilisable pour porter les dynamiques d'innovation et de croissance. Cette lecture cognitive de la gouvernance est en phase avec l'approche de l'entrepreneur comme fédérateur de ressources mobilisables pour la réussite du projet entrepreneurial. L'objectif pour l'investisseur est de mettre en place un dispositif complexe et dynamique, qui interagit avec l'entrepreneur dans le but de concevoir et de mettre en place les scénarii de développement du projet entrepreneurial. Dans ce cadre, Bessière et Stephany (2015b) ont proposé à partir des travaux de Wirtz (2008) un tableau mettant en avant les mécanismes de gouvernance dans le cadre d'un financement par *equitycrowdfunding*.

Tableau 3: Mécanismes de gouvernance en *equitycrowdfunding*

| Mécanismes           | Spécifiques (à l'entreprise)                                                                                                                                                                                                                                                         | Non spécifiques                                                                                                                                      |
|----------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Intentionnels</b> | Suivi de la plateforme et /ou des <i>crowders</i><br>Syndication avec les BA<br>Participation éventuelle au Conseil d'administration<br>Sortie du capital                                                                                                                            | Environnement légal ou réglementaire<br>Degré d'organisation de la plateforme<br>Formalisation de la pratique du métier en ECF                       |
| <b>Spontanés</b>     | Culture décisionnelle de l'équipe dirigeante<br>Climat et fonctionnement du conseil d'administration<br>Réseaux sociaux des dirigeants<br>Réseaux sociaux personnels des <i>crowders</i><br>Réseaux de confiance des dirigeants<br>Réseaux de confiance personnels des membres du CA | Autres sources de financement<br>Marché des dirigeants<br>Culture des affaires et valorisation de la prise de risque<br>Attentes des <i>crowders</i> |

Source : Bessière et Stéphanie (2015b)

## 2. Un cas de recours successifs à plusieurs types de *crowdfunding*

Ce travail s'inscrit dans un ensemble de recherches et de travaux sur l'ECF (Bessière et Stéphanie - 2014a, 2014b, 2015a, 2015b) : une étude de l'écosystème de l'ECF en France et des principales plateformes d'*equitycrowdfunding*, une étude approfondie de la plateforme WiSeed (l'un des leader français et européen de l'ECF<sup>7</sup>), une analyse des opérations en co-investissement avec des BA sur la plateforme WiSeed.

Nous avons retenu une approche méthodologique par étude de cas. Ce type de méthodologie se justifie par le caractère exploratoire et émergent des travaux en *crowdfunding*. Dardour (2015) retient dans ces travaux une même approche qualitative

<sup>7</sup> WiSeed est le second opérateur européen et ses investissements représentent plus de 33% du marché français avec plus de 25 millions d'euros levés (soit une croissance de plus de 231 % par rapport à 2014). (sources : Rapport 2015, [www.wiseed.com](http://www.wiseed.com) ).

compte tenu « de l'aspect spécifique de la gestion du risque financier dans le cas des opérations de financement impliquant des particuliers-investisseurs ». Pour Yin (1994), « une étude de cas est une enquête empirique qui examine un phénomène contemporain au sein de son contexte réel lorsque les frontières entre phénomène et contexte ne sont pas clairement évidentes et pour laquelle de multiples sources de données sont utilisées ».

Le cas XXX présenté dans cet article est une entreprise qui conçoit des solutions robotiques pour soutenir l'agriculture durable. Le robot a pour principale fonction le désherbage mécanique des exploitations maraîchères. C'est une aventure entrepreneuriale portée par 4 jeunes ingénieurs et technologues.

### ***Etape 1 : L'appel au reward-based CF***

L'objet de cette campagne de reward-based est trouver les moyens de financer le prototype du robot. Au moment où l'entreprise porte ce projet chez Ulule, un ensemble de tests, d'études auprès des acteurs de la profession (maraîchers, ...) a été mené afin de valider l'intérêt et la faisabilité du projet. L'entreprise a remporté plusieurs prix avant l'entrée en financement. Le projet est adapté au CF :

- dimension sociétale du projet,
- projet rapide à appréhender (compréhensible en moins de 30s), sans divulguer d'informations sensibles,
- lisibilité du modèle économique,
- forte empathie vis à vis des dirigeants
- capacité des dirigeants à intégrer les moyens de communication du Web 2.0.

Pendant les 60 jours de la campagne de *crowdfunding* sur Ulule, l'entreprise a levé 8730 euros sur les 5000 demandés. Plus de 150 *crowders* ont apporté les fonds en fonction d'un tableau de récompense. Le dépassement des fonds obtenus a permis d'améliorer le prototype du robot en intégrant de nouvelles fonctionnalités. La communication sur la plateforme a porté principalement sur le caractère innovant de la solution proposée par le robot : préservation de l'environnement, amélioration de la qualité de la production, augmentation de la production, amélioration des conditions de travail. La réussite de la levée de fonds a permis de signaler la qualité du projet entrepreneurial, de fédérer une foule autour des valeurs sous-tendues par le projet, de développer un ensemble d'échanges et de propositions via la plateforme de CF et les réseaux sociaux. Grâce à la médiatisation de l'opération, l'entreprise a sensibilisé des clients potentiels et a gagné en terme de notoriété. Il en résulte comme le souligne les dirigeants que cette première campagne de *crowdfunding* a accéléré l'opérationnalisation du projet principalement par le design de présentation imposé par la plateforme, les échanges avec les membres de la foule, mais surtout avec des clients potentiels.

### ***Etape 2 : Une ouverture du capital par Equitycrowdfunding***

Grâce à cette première opération de CF, l'entreprise a tissé des liens avec les acteurs clés du secteur débouchant sur des commandes de robots à court moyen terme. Le dynamisme de l'équipe entrepreneuriale, l'ensemble des interactions avec la foule, les valeurs défendues par l'entreprise ont permis à la start-up de collecter rapidement des promesses de commande du robot.

L'entreprise se tourne ensuite vers l'ECF pour financer son développement avec un montant espéré de 100000 euros. La plateforme WiSeed est retenue pour assurer cette levée de fonds. Faisant parti des plateformes les plus dynamiques en ECF, WiSeed fonde son activité de financement sur une forte interactivité avec les membres de la foule. Elle propose une démarche de *crowdvoting* à ses membres pour sélectionner les entreprises qui vont rentrer dans un processus de financement.

Le fait que l'entreprise ait déjà sollicitée le *crowdfunding* est un véritable facilitateur puisque l'entreprise maîtrise certains codes dont principalement une communication adaptée. La plateforme dispose d'une foule importante composée d'experts reconnus dans le financement des start-ups. Le maillage de la foule de WiSeed et du projet est un des leviers qui devrait permettre la réussite de l'opération de financement. Les fonds levés répondent aux objectifs suivants :

- financement de la R&D : amélioration du robot, mise en place de nouvelles fonctionnalités, développement de l'autonomie du robot...
- embauche d'une force de vente,
- financement du développement de la production du robot.

Le tableau N° 4 permet de retracer les étapes de la levée de fonds en ECF.

Tableau N°4 : Les étapes du financement par ECF

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Sélection par la plateforme</i>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Rencontre entre les dirigeants avec la plateforme, scénarisation de la campagne de CF, validation par la plateforme du projet de financement.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <i>Vote de la Foule</i>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Importance des échanges avec les membres de la foule.<br>Forte remobilisation des réseaux sociaux après le succès de la campagne de <i>reward-based CF</i> .<br>Comme la majorité des membres de la foule connaissait déjà le projet, les dirigeants ont pu mobiliser une dynamique en terme de <i>crowdsourcing</i> sur les projets futurs de l'entreprise.<br>Le seuil d'acceptation de financement (soit plus de 100 votes positifs) a été atteint rapidement. |
| <i>Due diligence</i>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Menée par la plateforme de <i>crowdfunding</i> sur les informations apportées par l'entreprise sur le business plan. Cette phase prend en compte les perspectives de développement de l'entreprise.                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <i>Financement par la foule</i>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| L'objectif de financement est atteint dans les délais impartis. Au final, comme pour la campagne avec <i>reward</i> , les sponsors amènent plus de ressources de financement que le montant initialement demandé. Pendant la campagne de financement, les interactions avec la foule sont importantes.                                                                                                                                                            |
| <i>Suivi de la participation par la foule</i>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Les fonds levés sont regroupés dans une holding qui assure le suivi de la participation dans le capital de l'entreprise. Le pilotage de la holding est réalisé par Wiseed.                                                                                                                                                                                                                                                                                        |

Comme l'objectif de financement a été atteint, les fonds ont été apportés à la start-up. Une société Holding regroupant l'ensemble des participations a été mise en place avec une représentation au Conseil d'administration.

### **Etape 3 : Un second tour de table organisé avec un co-investissement BA et ECF**

Moins d'un an plus tard, l'accélération de la demande du marché et l'ouverture de nouvelles sources de diversification client amènent l'entreprise à accroître son développement. De plus, l'entreprise doit intensifier ses investissements en R&D. La stratégie financière définie est d'organiser un nouveau tour de table pour assurer le développement de l'entreprise. L'objectif de levée de fonds est de plus de 500 000 euros.

Comme le souligne le dirigeant de l'entreprise, la réussite de l'opération des deux opérations de *crowdfunding* (*reward et equity*) ont changé l'image de l'entreprise et sa notoriété. Des investisseurs potentiels avaient directement contacté l'entreprise montrant leur intérêt dans la participation à un futur tour de table.

Compte tenu de l'importance des fonds levés, le recours seul au *crowdfunding* était difficile. Ainsi, le choix a été fait de faire participer deux BA et de compléter le tour de table en faisant appel à l'ECF. Les fonds levés ont trois objectifs principaux :

- financement de la R&D pour finaliser la nouvelle génération de robots,
- le renforcement des dynamiques de production et de ventes,
- l'internationalisation de l'activité. Ce dernier point est d'ailleurs lié à une forte interaction avec les membres de la foule qui ont proposé des contacts pour développer de possibles marchés à l'international.

Le tableau 5 permet de décomposer les interactions entre ECF et BA dans la résolution des deux situations de risque (risque de sélection adverse et risque moral) dans le cadre de la levée de fonds.

Tableau N°5 : Interactions entre ECF et BA co-investissement

|                          | <i>Business Angels</i>                                                                                                                                                                        | <i>Equity crowdfunding</i>                                                                                                                                                  |
|--------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Sélection adverse</b> | Les <i>due diligence</i> sont menées par les BA. L'évaluation est faite par les BA.                                                                                                           | La sélection est faite par la plateforme selon une procédure allégée.<br>Vote favorable de la foule au préalable                                                            |
| <b>Risque moral</b>      | Investissement sous forme d'actions préférentielles avec reporting trimestriel                                                                                                                | Investissement sous forme d'actions ordinaires via une société Holding pilotée par la plateforme.<br>La plateforme se charge du reporting auprès de chaque <i>crowder</i> . |
|                          | Pacte d'actionnaire entre les BA et la société holding regroupant les <i>crowders</i> . Un des BA pilote le suivi et assure le reporting auprès des autres actionnaires signataires du pacte. |                                                                                                                                                                             |

### 3. Levée de fonds et gouvernance via un co-investissement ECF - BA

La question de la structuration de la levée de fonds est centrale dans la compréhension de l'impact de l'ECF sur la gouvernance de l'entreprise. L'étude menée sur les principales plateformes d'ECF nous permet de constater une évolution dans les pratiques. Si, dans un premier temps, les plateformes d'ECF ont organisé seules les levées de fonds, on constate aujourd'hui l'accroissement des co-investissements avec les BA (et parfois aussi les capital-risqueurs). L'étude d'autres levées de fonds sur WiSeed montre que l'entrée de l'ECF dans le financement de la start-up peut même se faire lors de phases de financement plus avancé. Par exemple, une levée de fonds en ECF s'est faite lors d'un troisième tour de table ayant intégré au préalable un capital-risqueur.

Si le co-investissement entre BA et ECF reste un modèle émergent, le fait d'associer différents acteurs lors d'une opération en fonds propres n'est pas nouveau en soit.

Bonnet et Wirtz (2012) ont montré les apports cognitifs issus d'un financement par le co-investissement entre un capital-risqueur et un BA. Cette démarche de « syndication » ou de co-investissement est courante en capital-risque<sup>8</sup>. Elle permet de coordonner les actions de chaque apporteur de capital et d'optimiser le suivi. Dans le cas XXX, BA et ECF s'associent pour définir et co-construire une gouvernance cognitive de la participation. Comme le soulignent Bonnet et Wirtz (2012), l'intérêt principal de cette notion de co-investissement est de permettre la mise en place d'interactions dans la définition des leviers cognitifs.

Dans cette conception, l'entrepreneur s'entend comme un fédérateur de ressources nécessaires à la mise en place de son projet. Dans le cas XXX, les fondateurs issus de profils scientifiques et techniques comprennent rapidement que le passage de l'idée au projet implique l'acquisition de ressources. Le choix du *reward* puis de l'ECF comme mode de financement permet d'intégrer cette acquisition de ressources cognitives via les échanges avec membres de la foule. Cette contribution de l'ECF dans la construction de leviers cognitifs se réalise lors de différentes phases :

- lors de la période de vote,
- lors de la phase de levée de fonds,
- lors de la phase de financement.

Par la suite, même si la holding, via la plateforme, assure un reporting sur la situation du projet et ses perspectives de développement, les *crowders*, via les réseaux sociaux continuent à échanger avec l'équipe dirigeante. Dans notre cas, les dirigeants considèrent que les interactions avec la foule sont un véritable levier cognitif à même de solutionner certaines problématiques commerciales ou managériales. Ceci nous conduit à émettre la proposition suivante.

***Proposition N° 1 : les interactions entre la foule et l'entrepreneur renforcent les leviers de gouvernance cognitive.***

Les ressources cognitives apportées par la foule sont liées à l'usage du produit, à la manière dont le produit est perçu par les acheteurs potentiels, notamment pour XXX par des professionnels ciblés par l'entreprise. Dans cette opération de co-investissement, les BA apportent une crédibilité d'une autre nature, moins orientée marché, et plus sur la qualité du business model et des *due diligences*. Sur ces questions, l'ECF apparaît plutôt comme suiveur. Même si le processus de sélection des BA demeure moins structuré que celui des capital-risqueurs (Morissette (2007)), leur expérience d'investissement est supérieure à celle de la foule. De plus, les BA disposent d'une information plus détaillée, issue d'entretiens en profondeur avec les dirigeants. Ainsi, les deux acteurs solutionnent de manière différenciée les situations d'asymétrie d'information. Le BA apporte une expertise sur la dimension financière et le métier futur de la start-up. Son investissement est un signal sur le potentiel du projet et sa capacité à créer de la valeur. Les membres de la foule apportent un retour principalement sur la dimension commerciale du projet (Belleflamme et al. (2014)). Le signal sur la qualité du projet est donc accru par l'implication des deux types d'investisseurs.

---

<sup>8</sup> On se rapportera à Da Rin et al. 2011 pour une synthèse des travaux sur la syndication en capital-risque. Pour une approche des évolutions des recherches plus globales sur le financement de l'innovation (incluant la syndication, la gouvernance, les BA, l'ECF,...) on pourra consulter l'ouvrage coordonné par Bessière et Stéphanie (2015b), notamment Desbrières sur la syndication.

***Proposition N°2 : le co-investissement BA / ECF construit un signal significatif sur la qualité du projet entrepreneurial.***

L'expertise des BA se traduit également dans leur implication dans les phases amont de la levée de fonds (*due diligence*, fixation du prix de l'action). Cette implication leur confère un rôle de leader dans la syndication, qui se poursuit ensuite après la levée de fonds. D'un point de vue de la gouvernance, le BA utilise des leviers spécifiques dont ne dispose pas l'ECF. L'utilisation des actions préférentielles par ce dernier permet de créer un cadre incitatif pour codifier la relation investisseur-entrepreneur. La participation active au conseil d'administration est un autre moyen d'action. Ainsi, la participation du BA au conseil d'administration peut être analysée sous les deux lectures de gouvernance d'entreprise : un rôle de contrôle de l'action du dirigeant et un rôle d'apport de ressources cognitives, ces dernières étant tout particulièrement clés pour les jeunes entreprises (Bonnet et Wirtz (2015)). En s'appuyant sur la théorie du capital social, Saetre (2003) montre que les BA peuvent apporter plus que du capital financier à l'entrepreneur. Leurs expériences acquises dans un secteur, leurs implications, leurs connaissances et leurs réseaux représentent pour les entrepreneurs un « capital à valeur ajoutée » à même de permettre la réussite du projet entrepreneurial.

Ainsi, même si la plateforme d'ECF assure la gestion de la holding, elle ne dispose pas des mêmes connaissances et moyens que le BA pour suivre le projet. Les plateformes ont des modèles économiques qui ne leur permettent pas de développer les postes de chargés d'affaires à même de sélectionner, évaluer et accompagner les start-ups. Le chargé d'affaires d'une plateforme peut se voir gérer de multiples tâches comme la sélection, le processus d'évaluation, et le suivi des participations. C'est une raison pour laquelle les membres de la foule maintiennent les interactions avec l'entreprise financée. Dans le cas XXX, après la réalisation de la levée de fonds, les dirigeants ont prolongé ce processus informationnel via les réseaux sociaux pour continuer à présenter les principales évolutions des projets de l'entreprise. Cet accompagnement par les *crowders* est jugé nécessaire par les dirigeants de la start-up : certaines opportunités de développements ont été initiées grâce à ces interactions.

***Proposition N°3 : Lors d'opération de co-investissement, les BA jouent un rôle central dans l'organisation du tour de financement et dans le pilotage de la gouvernance de la start-up***

Un dernier élément apporte une légitimité au pilotage par les BA : le nombre extrêmement limité de sorties du capital réalisées par l'ECF. A l'inverse, les BA sont habitués à l'organisation de tour de financement associant des reconfigurations de l'actionnariat.

Le tableau N°6 synthétise les différents leviers de gouvernance mobilisés dans cette opération de co-investissement.

Tableau N°6 : Les leviers de gouvernance mobilisables dans une opération de co-investissement BA – ECF

|                          | <b>Equitycrowdfunding</b>                                                                                                                                                                                                                                                       | <b>Business angels</b>                                                                                                                                                  |
|--------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Sélection adverse</b> | <i>crowdvoting</i><br>Echanges entre membres de la foule<br>Appropriation du projet par les <i>crowders</i>                                                                                                                                                                     | Proximité avec l'entrepreneur<br>Processus de due diligence<br>Evaluation et valorisation de la start-up                                                                |
| <b>Risque moral</b>      | Suivi de la participation par la holding et participation au conseil d'administration<br>Reporting aux <i>crowders</i> ayant participé à l'opération de financement.<br>Interactions <i>crowders</i> / entrepreneur après la levée de fonds.<br>Gestion de la sortie du capital | Suivi actif et participation directe au conseil d'administration<br>Jeu de confiance entre BA et entrepreneur<br>Participation au conseil d'administration<br>Reporting |

## Conclusion

Ces réflexions issues de l'analyse du marché de l'ECF en France, de la plateforme WiSeed et de l'étude d'un cas en profondeur contribuent à mieux comprendre le design spécifique de la gouvernance de la firme entrepreneuriale lorsque l'entrepreneur cherche à acquérir des ressources pour financer son projet. BA et ECF sont deux acteurs apporteurs de ressources non seulement financières mais aussi cognitives. Néanmoins, la spécificité de l'ECF a trait à la richesse cognitive que peuvent apporter les membres de la foule dans les échanges tant sur les phases de sélection que de financement. Les technologies de communication liée au Web 2.0 transforment les processus d'acquisition des ressources cognitives mais aussi l'accompagnement entrepreneurial. Le BA, qui reste leader dans cette « syndication » financière et cognitive, apporte un suivi plus actif et plus direct.

Notre étude a permis d'appréhender le rôle de l'ECF dans l'acquisition de ressources cognitives par la start-up dans le cadre d'une opération de co-financement avec des *business angels*. La présence de ce dernier semble renforcer les leviers cognitifs. Le suivi de la participation semble contingent aux moyens humains et techniques des deux types d'actionnaires. Ainsi, dans le cadre d'opération en co-investissement, l'ECF laisse au BA le pilotage des *due diligences*, l'évaluation du ticket d'entrée dans le capital et le leadership de la syndication. Dans cette situation, l'apport de l'ECF est essentiellement lié à la visibilité et la notoriété (via les réseaux sociaux) et comme « agrégateur » de ressources cognitives (via les interactions avec les membres de la foule) sur l'ensemble de l'opération de financement. De plus, si la notion de confiance entre BA et entrepreneurs semble être un levier de gouvernance cognitif, il est difficile à appréhender dans le cadre de l'ECF. En théorie, la crédibilité du BA pourrait rendre inutile l'établissement d'une relation de confiance entre la foule et la start-up. Mais l'apport cognitif de l'ECF en serait sans doute réduit. L'entreprise étudiée ici a au contraire développer de fortes interactions avec ses *crowders* grâce à un recours régulier au *crowdfunding* pour ses levées de fonds successives et par une gestion active de ses relations avec sa « foule ». L'analyse d'autres opérations dans lesquelles l'ECF est mobilisé devrait permettre de mieux comprendre ses modalités et ses apports pour la réalisation d'un projet entrepreneurial. La pertinence de cette démarche est d'autant plus forte que le *seed capital* connaît des évolutions importantes.

## Références

- Agrawal A., Catalini C. et Goldfarb A. (2011), « *The Geography of Crowdfunding* », NBER working paper, n° 16820.
- Ahlers, G. C., Cumming, D., Günther, C., et Schweizer, D. (2015), « Signaling in Equity Crowdfunding », *Entrepreneurship: Theory & Practice*, vol. 39 n°4, p. 955-980.
- Belleflamme P., Lambert T. et Schwienbacher A. (2014), « Crowdfunding : Tapping the Right Crowd », *Journal of Business Venturing*, vol. 29, n° 5, p. 585-609.
- Bessière V. et Stéphany E. (2014a), « Le financement par crowdfunding : Quelles spécificités pour l'évaluation des entreprises ? », *Revue Française de Gestion*, vol. 40, n° 242, p. 149-161.
- Bessière V. et Stéphany E. (2014b), « *Le crowdfunding : fondements et pratiques* » (De Boeck), 150 pages.
- Bessière V. et Stéphany E. (2015a), « Financement et gouvernance des start-ups en equitycrowdfunding », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 18-4. <https://fcs.revues.org/1703>
- Bessière V. et Stéphany E. (2015b), coordinateurs scientifiques, « *Le financement de l'innovation* », (De Boeck), 190 pages.
- Bonnet C. (2005), « La confiance entre capital-investisseurs et dirigeants : conséquences comportementales et influence sur la performance financière », *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol.8, N°2, p 99-132.
- Bonnet, C. et Wirtz, P. (2011), « Investor Type, Cognitive Governance and Performance in Young Entrepreneurial Ventures: A Conceptual Framework », *Advances in Behavioral Finance & Economics: The Journal of the Academy of Behavioral Finance*, Vol. 1, n° 1, Winter, p. 42-62.
- Bonnet, C. et Wirtz, P. (2012), « Raising capital for rapid growth in young technology ventures : when business angels and venture capitalist coinvest » *Venture Capital*, Vol. 14, n°2-3, avril-juillet, p.91-110.
- Bonnet, C. et Wirtz, P. (2015), « L'émergence de la gouvernance dans les jeunes entreprises innovantes », in *Le financement de l'innovation*, coordonné par Bessière V. et Stéphany E (De Boeck), p. 105-122.
- Bouncken R., Komorek M., et Kraus S. (2015), « Crowdfunding: The current State of Research », *International Business & Economics research Journal*, vol.14, N°3, 407-415.
- Certhoux G. et Rédis J. (2015), « Business Angels et plateformes de financement participatif : concurrents ou complémentaires ? *Entreprendre & Innover*, novembre, p. 49-61.
- Cholakova M. et Clarysse B. (2015), « Does the possibility to make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd out Reward-Based Investments » *Entrepreneurship Theory and Practice*, janvier 2015, p. 145-172.
- Cumming D.J. (2007). « Government Policy toward Entrepreneurial Finance : Innovation Investment Funds », *Journal of Business Venturing*, Vol.22(2), pp.193-235.
- Dardour A. (2015), « La gestion du risque par les opérateurs de « crowdfunding » d'entreprise » *Revue Recherches en Sciences de Gestion-Management*, N°107, p45-65.
- Da Rin M., Hellmann T. et Puri M. (2011). « A Survey of Venture Capital Research », Center Discussion paper, SSRN.
- Desbrières Ph. (2015), « Le rôle de la syndication des capital-risqueurs dans le financement de l'innovation », in *Le financement de l'innovation*, coordonné par Bessière V. et Stéphany E (De Boeck), p. 77-90.
- Hornuf L. et Schweinbacher A. (2014). « *Crowdinvesting – Angel Investing for the Masses ?* », in Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3. Business Angels.
- Ley A. et Weaven S. (2011). « Exploring Agency Dynamics of Crowdfunding in Start-up Capital Financing », *Academy of Entrepreneurship Journal*, 17 (1), 85-110.
- Macht S. et Weatherston J. (2015), « Academic Research on Crowdfunders : What's Been Done and what's To Come ? », *Strategic Change* 24 : 191-205.
- Mollick E. (2014), « The dynamics of crowdfunding : An exploratory study », *Journal of Business Venturing* 29 : 1-16.
- Morissette S. (2007), « A Profile of Angel Investors », *The Journal of Private Equity*, Summer, p. 52-66.
- Moritz A. et Block J. (2015), « Crowdfunding : A literature review and research » directions, working paper SSRN.
- Saetre A.S. (2003), « Entrepreneurial perspectives on informal venture capital », *Venture Capital*, Vol 5, N°1 71-94.

- Schwiebacher A. et Larralde B. (2010), « *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures* », in D. Cummings (ed.) *Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, p. 369-391.
- Van Osnabrugge M et Robinson R, (2000), « *An Angel Investing : Matching Start-up Funds with Start-up Companies* », Library of Congress, The Jossey-Bass Business & Management Series.
- Voorbraak K. (2011), « *Crowdfunding for Financing New ventures : consequences of the Financial Model on operational Decisions* », Eindhoven, University of Technology.
- Wilson K.E. et Testoni M (2014), « *Improving the Role of Equity Crowdfunding in Europe's Capital Markets* », working paper SSRN.
- Wirtz P. (2008), « *Les firmes entrepreneuriales en croissance ont-elles un système de gouvernance spécifique ?* », Working Paper, Fargo n° 1080701.
- Wirtz P. (2011), « *The Cognitive Dimension of Corporate Governance in Fast Growing Entrepreneurial Firms* », *European Management Journal*, vol. 29, p. 431-447.
- Yin R. (1994), *Case study Research: Design and Methods*, Sage publications, Thousands Oaks.
- Zhang J. et Wong P. (2008), « *Networks vs Market methods in high-tech venture fundraising: The impact of institutional environment* », *Entrepreneurship & Regional Development : An International Journal*, vol. 20, N°5, P. 409-430.